PRB 05-28E

Library of Parliament | Bibliothèque du Parlement

REFORMING CANADIAN SECURITIES REGULATION

Tara Gray
Economics Division

Andrew Kitching
Law and Government Division

19 September 2005

PARLIAMENTARY INFORMATION AND RESEARCH SERVICE
SERVICE D'INFORMATION ET DE RECHERCHE PARLEMENTAIRES

106-01813/

The Parliamentary Information and Research Service of the Library of Parliament works exclusively for Parliament, conducting research and providing information for Committees and Members of the Senate and the House of Commons. This service is extended without partisan bias in such forms as Reports, Background Papers and Issue Reviews. Analysts in the Service are also available for personal consultation in their respective fields of expertise.

CE DOCUMENT EST AUSSI PUBLIÉ EN FRANÇAIS

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

TABLE OF CONTENTS

Page

INTRODUCTION 1

HISTORICAL BACKGROUND 2

CURRENT SECURITIES REGIME IN CANADA 3

RAISING CAPITAL THROUGH THE SALE OF SECURITIES 4

A. Private Placements 5
B. Initial Public Offering (IPO) 6

CONTINUOUS DISCLOSURE 7

ENFORCEMENT 7

REGULATION OF TRADERS 8

BENEFITS AND COSTS OF PROVINCIALLY REGULATED SECURITIES MARKETS 9

A. Benefits 9
B. Costs 10
1. Compliance Costs for Issuers 10
2. Compliance Costs for Dealers and Traders 11
3. Reduced Opportunities for Investors 11
4. Enforcement 12
a. Resource Allocation and Enforcement 12
b. Coordination of Enforcement 12
c. Policy Development and Enforcement 13

GLOBAL COMPETITION 13

THE WISE PERSONS' COMMITTEE AND RECOMMENDATIONS FOR REFORM 15

A. Jurisdiction Over Securities Regulation 16
B. Recommendation for a Single National Securities Administrator 16

CONCLUSION 18

CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

REFORMING CANADIAN SECURITIES REGULATION

INTRODUCTION

Each day, several billion dollars are traded on Canadian capital markets. In an era in which capital flows effortlessly across borders, the effective regulation of these markets is crucial to the country's economic well-being. Efficient capital markets allocate resources rationally, focussing investment on the most constructive uses possible. This paper provides a general overview of the regulation of Canadian securities markets, their evolution, the benefits and costs of the current system, and possible reforms that would improve market efficiency.

Securities law exists primarily to protect investors from being deceived or defrauded by the companies that issue capital and the brokers who trade on capital markets.(1) The protection offered under securities law is designed to create investor confidence in the markets. If the investing members of the public have faith in the integrity of capital markets, they will be more willing to invest. Shareholders who witness corporate scandals, or perceive that the only people who benefit are those with insider knowledge or connections, withdraw their money, depriving Canadian companies of much-needed capital.

While the regulation of securities in Canada has historically fallen under provincial jurisdiction, some legal opinions have found that the federal government has the constitutional authority to pass comprehensive legislation regulating capital market activity within Canada.(2) However, at present, the sale of securities is subject to the rules and regulations of 13 different provincial and territorial securities regulators. Navigating through

---

(1) Securities are broadly defined in Canadian law, and include not only debt and equity securities, but also investment funds, units and trusts, and other financial instruments such as derivatives and hedge funds. Many of these securities are traded on specialized markets by sophisticated investors. Securities regulators tend to delegate responsibility for overseeing these markets to self-governing organizations, or the markets themselves. In many instances the securities are traded on international markets, outside the reach of Canadian regulators. The regulation of these specialized markets is beyond the scope of this paper, which concerns itself with debt and equity securities. Many self-governing markets would not be affected by a move towards a single national regulator.

(2) The Canadian Constitution does not explicitly assign securities regulation to either level of government. See the section of this publication entitled "Jurisdiction Over Securities Regulation."

these regulations is often time-consuming and costly. It is argued, moreover, that over-regulated capital markets hamper foreign investment in Canada and limit the opportunities available to Canadian investors. Additional costs associated with excessive regulation hurt Canadian companies trying to raise money in Canada and reduce their international competitiveness.

The profusion of regulation has led many analysts to argue that the current structure of capital markets is unsustainable without the enactment of uniform securities laws across Canada. The debate is whether harmonization can be achieved through cooperation by provincial regulators or whether a more radical solution is necessary: the imposition of a single national securities regulator by the federal government. While this latter option is still under consideration, recent reform efforts have focused on working within the current system.

HISTORICAL BACKGROUND

In the early 19th century, deceitful eastern capitalists were increasingly defrauding people wishing to invest in America's frontier states. Unwitting investors were sold worthless stock in "fly-by-night concerns, visionary oil wells, distant gold mines and other like fraudulent exploitations."[3] It was stated that these speculative ventures were backed up by nothing but the blue skies of Kansas, and in 1911 that state became the first North American jurisdiction to enact a securities law,[4] later known as the "blue-sky law."

Canadian provinces began passing their own securities legislation shortly afterwards. Manitoba enacted its first securities law in 1912,[5] a modification of the Kansas law, and other Canadian provinces followed. Ontario overhauled its securities legislation in 1945, 1966, and again in 1978, introducing stiffer licensing requirements and new measures designed to prevent fraud.[6] After each reform, many Canadian provinces followed the Ontario legislation and enacted similar laws.[7]

---

(3) *Hall* v. *Geiger-Jones Co.*, (1917), 242 U.S. 539 (USSC).

(4) Kans. Laws 1911, c. 133.

(5) *Sale of Shares Act*, S.M. 1912, c. 75.

(6) *Securities Act*, 1945, S.O. 1947, c-8.

(7) For a more complete history of Canadian securities regulation, see Mark Gillen, *Securities Regulation in Canada*, 2nd ed., Carswell, Scarborough, 1998.

The history of Canadian securities law has been one of sporadic legal consistency across most provinces, followed by gradual divergence. For brief periods, the provinces have tried to harmonize securities legislation. This limited uniformity has not persisted, as statutes are amended and the provincial commissions establish new procedures and regulations. Currently, the law in Canada seems to be again moving towards uniformity, but provincial jurisdictions nonetheless have competing visions of how securities markets are best regulated.

In marked contrast to the evolution of the Canadian regulatory system, the U.S. federal government established the Securities and Exchange Commission (SEC) in 1934, in response to calls for reform after the stock market crash of 1929. While U.S. states maintain some control over securities fraud in a criminal context, and may require licensing of traders in securities under their blue-sky laws, the lion's share of securities regulation in the United States now falls to the SEC.

CURRENT SECURITIES REGIME IN CANADA

Securities legislation in all provinces has a common purpose and the same underlying objectives: the twin goals of protecting investors and ensuring a fair, efficient, and transparent capital market. To this end, all provincial securities regulators share the following core responsibilities: prospectus review; continuous disclosure; regulation of traders; enforcement; and public education. The differences in securities laws across provinces are largely the result of divergent views on the degree of protection investors require and how best to maintain market efficiency.

Provincial and territorial regulators have made numerous attempts to simplify and standardize their laws and requirements, collaborating through the Canadian Securities Administrators (CSA). The CSA is a forum for the 13 securities regulators of Canada's provinces and territories to coordinate and harmonize regulation of the Canadian capital markets. Its mission is to give Canada a securities regulatory system that protects investors from unfair, improper or fraudulent practices and to foster fair, efficient and vibrant capital markets through developing a national system of harmonized securities regulation, policy and practice. Through the CSA, several initiatives have been introduced to reduce duplication and overlap between commissions and to minimize costs to market participants.

On 30 September 2004, ministers responsible for securities regulation from all provinces and territories, with the exception of Ontario, agreed to implement improvements to the current system, including:

- a "passport system" for securities regulation, resulting in a single window of access to capital markets in participating provinces and territories, which came into effect on 19 September 2005;[8]
- highly harmonized, streamlined and simplified securities laws, with the goal of having the laws implemented in all jurisdictions by the end of 2006;
- a Council of Ministers to facilitate change and ongoing cooperation;
- a review of regulatory fees charged; and
- a commitment to explore options for further reform.

At this point, it is unclear to what extent the implementation of this agreement will change the current securities regime in Canada.

It is worth noting that securities law forms only a part of the overall system of corporate governance in Canada. Corporate governance rules include not only laws imposed by securities commissions, but also corporate statutes and the listing requirements of stock exchanges if corporate securities are listed publicly. Corporations in Canada, for example, can be incorporated either federally or at the provincial level. The business corporation statutes of each province provide for disclosure, and allow disgruntled shareholders to sue companies and management that have engaged in certain unlawful business practices. The Toronto Stock Exchange, like other exchanges, has its own listing and continuous disclosure requirements for listed companies, which are designed to promote good corporate governance.

RAISING CAPITAL THROUGH THE SALE OF SECURITIES

In Canada, issuers can raise capital by selling securities privately via a private placement, or publicly via a listing on a capital market. Different regulations apply to each market, extending different levels of protection to investors. A small company often begins

---

(8) Under this system, each province and territory will continue to have its own regulator, enact its own laws and levy its own fees. However, capital market participants will be required to comply with the rules and decisions of only a single jurisdiction (the "primary regulator"), regardless of where they undertake capital market activity in Canada.

raising capital through a private placement of securities. As the company grows, it may consider graduating to a listing on a stock exchange, or through a bond issuance. Generally, the more widely the securities are sold, the more the company must comply with detailed securities regulations.

A. Private Placements

Private placements offer securities to a limited group of investors through an exempt distribution. In a private placement, the company is exempt from certain securities laws, such as the requirement to prepare a prospectus (see the section entitled "Initial Public Offering (IPO)," below), that would otherwise apply if the securities were being sold to the general public. The issuer can sell shares only to a limited group of "sophisticated" investors, such as banks, pension funds, and wealthy individuals, or to company insiders (i.e., a director, senior officer, or employee of the issuing company). The ability to re-sell the shares to anyone outside this group is similarly restricted.

Private placements are used by smaller companies because capital can be obtained more quickly, and less expensively, than through a public share offering.[9] Larger companies, too, may use a private placement when they want to sell securities to only a select group of investors.

In many instances, a private placement issuer is required to prepare an offering memorandum prior to offering the securities. This document provides detailed disclosure, similar to a prospectus, but is not reviewed by any regulatory agency and does not provide investors with the same legal protections as a prospectus. If the issuer was already a reporting issuer (i.e., was already listed on an exchange), it may also be subject to continuous disclosure requirements.

Prior to recent reforms, exemptions were not harmonized across jurisdictions. Previously, provincial regulators agreed on certain standards, published as "multilateral instruments," that were intended to provide common exemptions across Canada. Some provincial regulators, however, did not have the authority to change their own rules, and exemptions in those provinces were made on a case-by-case basis. Moreover, the multilateral

---

(9) Many types of issuers use prospectus exemptions, which set out specific conditions under which securities may be lawfully sold without complying with the requirement for a prospectus. For example, governments use exemptions to sell savings bonds. Private companies use exemptions to sell common shares to their founders. Publicly traded companies use exemptions to raise capital from large institutional investors, like banks, pension funds or mutual funds. Limited partnerships use exemptions to raise capital from certain qualified investors.

instruments adopted by some regulators contained subtle differences to the uniform standards, effectively defeating the purpose of the harmonized rules.

These shortcomings will likely be addressed as provinces and territories progress towards harmonizing securities laws by the end of 2006. On 8 July 2005, Canada's securities regulators agreed to harmonize and consolidate prospectus and registration exemptions across Canada. New national instruments came into effect on 19 September 2005, replacing all significant existing exemptions found in securities legislation across Canada.

B. Initial Public Offering (IPO)

When an issuer decides to sell its securities to the public, it must prepare a preliminary prospectus and file that document with the securities regulators in each province in which its stock is to be sold. The prospectus is a document that provides detailed information about the securities to be sold, the issuer's business, its management and its financial condition. After a prospectus is reviewed and approved by a securities commission, the issuer can begin selling the securities described in the prospectus to members of the public.

Unlike private placements, regulations pertaining to public offerings have been largely harmonized. In an attempt to reduce duplicated effort, the provinces have adopted a Mutual Reliance Review System (MRRS). Under this system, one securities regulator is designated as the "principal regulator" so that other jurisdictions may rely on its analysis and review of filings. A company wishing to issue shares has to comply with the requirements of only one province. Shares that have been issued under the approved prospectus can then be sold across Canada.

Under the passport system that came into effect for all provinces and territories (except Ontario) in September 2005, this process will be further streamlined. Companies may register to sell securities in one province or territory, and all other provinces and territories will recognize their credentials. Each province and territory, however, will still have its own regulator, enact its own laws and levy its own fees.[10]

---

(10) Ontario has rejected the passport system on the basis that, if implemented, it would represent an incremental improvement only and would not go far enough to address the concerns of national and international issuers and registrants. Ontario supports the alternative approach of a single provincial-territorial regulator with uniform laws.

CONTINUOUS DISCLOSURE

In an efficient market, investors must have equal and simultaneous access to material information about the companies in which they invest. Securities laws attempt to achieve this result through continuous disclosure requirements. Continuous disclosure means that once stock is issued, and the company goes public with a listing on a stock exchange, it is required to submit information to its regulators and its shareholders periodically. In addition, if any new information becomes available, it is required to publicly disclose that information in a timely fashion.

Under Canadian law, publicly listed companies must disclose documents such as annual reports and financial statements. These documents are available to the public from securities regulators, stock exchanges, and on an Internet-based system called SEDAR.[11] Besides the issuer, company insiders must file regular reports about any trades they make in the issuer's securities. Insider reports are available for public viewing at the offices of the securities regulators and through an Internet-based system called SEDI.[12]

To protect investors, continuous disclosure documents are subject to many legal requirements and safeguards. Officers and audit committees must attest to the accuracy of certain documents, and the directors of the company must ensure that disclosure is timely and accurate.

Through the CSA, provincial securities regulators have harmonized their laws with respect to continuous disclosure. For example, under SEDAR, insiders need to file only one report to comply with the insider reporting obligations of all securities commissions. In addition, the periods for filing reports have been harmonized across Canada.

ENFORCEMENT

Securities regulators are given the power under provincial statutes to enforce securities regulation. For example, if a prospectus turns out to be misleading or deceitful, securities regulators can discipline the company that produced it. Penalties range from ordering the company to pay back its investors, to a suspension of trading in the company's shares. Under

---

(11) System for Electronic Document Analysis and Retrieval: www.sedar.com.

(12) System for Electronic Disclosure by Insiders: www.sedi.com.

the continuous disclosure requirements, failure to provide information or misuse of information before it is made public – i.e., insider trading – can result in disciplinary action by the securities commission.

REGULATION OF TRADERS

The securities legislation of each province requires annual registration of all individuals or companies whose business is trading, underwriting, or offering investment advice with respect to securities. The registration process is designed to protect investors by ensuring that only qualified and reputable individuals and firms are licensed. Individuals and companies must file an application and pay a fee in each jurisdiction in which they wish to be registered. Applicants must meet certain educational standards and capital requirements and must also fulfil detailed conduct, solvency and reporting obligations.

Registration requirements have in the past differed substantially across provinces. In 2005, however, all provincial securities regulators agreed to a streamlined national registration system, in which traders register with a principal regulator, whose decision will, except in exceptional circumstances, be respected by jurisdictions across Canada.[13] Harmonization will be achieved through the creation of a National Registration Database (NRD), an initiative of the CSA and the Investment Dealers Association of Canada (IDA). The NRD is a Web-based system that permits individual dealers and advisers to file registration forms electronically.

Regulators have, for the most part, delegated the responsibility for disciplining brokers and investment dealers to self-regulating professional bodies. The IDA regulates the activities of investment dealers in terms of both their capital adequacy and their conduct of business. The Mutual Fund Dealers Association of Canada is the recognized self-regulating organization for mutual fund dealers in Canada and is responsible for mandating, monitoring compliance with, and enforcing common rules and practices.

---

(13) See Canadian Securities Administrators, "Canadian Securities Regulators Implement National Registration System," 18 April 2005, available on-line at: http://www.csa-acvm.ca/html_CSA/news/05_09_implement_NRS.htm.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

BENEFITS AND COSTS OF PROVINCIALLY REGULATED SECURITIES MARKETS

A. Benefits

The provincial regulation of securities markets is thought to have a number of strengths. Proponents believe the provincial system allows for more innovative ideas on how best to regulate markets. Provincial securities regulators introduce new laws and regulations. These laws are tested in one jurisdiction, and if they are an improvement upon existing law, they will gradually be introduced in other jurisdictions and become a standard across Canada. In this way, securities regulators compete against each other in introducing new policies and ideas, making the Canadian system of provincial regulation more innovative than a system where a central bureaucracy creates all securities policy and law.

Champions of provincial regulation also point to the system's ability to respond to regional demands. Different provinces have different corporate specializations and therefore unique needs in that market. The Alberta market, for example, focuses on oil and gas issues, while British Columbia is acknowledged as the leading jurisdiction for mining and mineral exploration companies. In contrast, Ontario has laws that are tailored towards larger and more established corporations. There is a concern that a federal securities agency might create laws and policies suitable for the dominant Ontario market, to the detriment of the unique requirements of Canada's regions.

Better enforcement of laws is a further purported strength of provincial regulation. Provincial commissions acquire expertise and experience in dealing with a limited number of companies. These companies often have a history of compliance or non-compliance. Regulators familiar with a specific company can better quantify the risk to the public, and act accordingly. A regulator familiar with local business is a more effective enforcer of securities regulations, since any proceedings by the regulator will not be hampered by geographical considerations.

Many provinces have an economic stake in local securities regulation, and would resent the loss of their securities infrastructures. Issuers that wish to sell shares across Canada usually hire local accountants, lawyers, underwriters, and other professionals. Provincial jurisdiction has created local clusters of securities professionals, primarily in Vancouver, Calgary, Toronto and Montréal. Many of these professionals feel that a national securities agency would further consolidate Toronto's dominance of corporate finance in Canada. The securities commissions themselves are likely to oppose the idea of a national regulator, since the national regulator might move policy jobs to Ontario, leaving only enforcement to the provincial offices.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

Finally, supporters of provincial regulation say that the system is adaptable, and that uniform securities laws can be achieved through the previously mentioned "passport system." In contrast to the MRRS, which relies on voluntary mutual reliance, a passport system would be implemented through comprehensive inter-delegation of regulatory functions. The MRRS is limited primarily to prospectus clearance. The passport system, if fully implemented across all provinces and territories, would likely be much broader, entailing delegation of virtually all regulatory functions while leaving the existing infrastructure of 13 regulators intact. Capital market participants would be required to comply with the rules and decisions of only a single jurisdiction (the "primary regulator"), regardless of where they undertake capital market activity in Canada. This is the system that ministers from all provinces and territories, with the exception of Ontario, agreed to establish by 2005.

B. Costs

1. Compliance Costs for Issuers

Whatever the benefits of provincial regulation of securities, the system has a number of associated costs. Critics complain that it is expensive for companies trying to raise money in Canada to comply with all provincial laws. While provincial regulators have tried to harmonize their laws, subtle differences ensure that an issuer must consult with advisors and legal counsel in many jurisdictions in order to sell securities. Even when using the MRRS, issuers must pay filing fees to individual securities regulators. This is not likely to change under the proposed passport system.

Research has found that the incremental compliance costs associated with multiple jurisdictions are generally not material for large issuers.[14] Smaller firms, however, are less able to bear these costs and consequently are more likely to find them material. Thus, the existence of multiple securities regulators in Canada may impose a competitive disadvantage on smaller firms.

---

(14) Charles River Associates, "Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada," Submission to the Wise Persons' Committee to Review the Structure of Securities Regulation in Canada, 2003.

Many smaller companies also raise capital using prospectus exemptions. The differing treatment of exemptions across the provinces makes the process of raising capital more time-consuming and expensive for small and medium-sized businesses. The average potential savings per exempt distribution application under a single regulatory model has been estimated at $1,124.[15]

More important than direct costs, the current system may also entail significant "opportunity cost" risk. The ability to raise capital on favourable terms is often time-sensitive. Opportunity cost risk frequently arises due to delayed transactions that hold up the commencement of trading. Critics claim that these delays are inherent in the MRRS because, when a prospectus is filed, regulators are given a number of business days in which to comment or raise concerns.[16] Delays are even greater when an issuer is seeking an exemption from the prospectus requirement.

2. Compliance Costs for Dealers and Traders

It has been conservatively estimated that IDA members devote $4.2 million annually in internal labour resources to register firms and individuals.[17] While the new NRD will achieve some cost savings for dealers and advisors, registrants will still face the ongoing cost of paying annual fees in each province of operation.

3. Reduced Opportunities for Investors

Under the current system, investors in smaller provinces are often denied investment opportunities. Due to the costs of dealing with multiple regulators, some companies will sell shares only to investors in Canada's major securities jurisdictions (British Columbia, Alberta, Ontario, and Quebec) and not to those in smaller provinces and territories.

---

(15) *Ibid.*

(16) When a long-form prospectus is filed under the MRRS, the principal regulator has 10 business days in which to provide comments. Once the comment letter is issued, a non-principal regulator has 5 business days in which to raise concerns with the principal regulator, or opt out of the system, or indicate that it is prepared to receive the final prospectus. A number of business days are then needed for the issuer to resolve any additional comments from non-principal regulators.

(17) Charles River Associates (2003).

4. Enforcement

One of the most frequent criticisms of the current system is that Canada does not enforce its securities laws effectively, particularly when compared to the United States. There has been little harmonization of enforcement activities across Canada. Small investors are particularly vulnerable; many believe that the system fails to protect their interests.

a. Resource Allocation and Enforcement

Provincial securities regulators typically spend between 13% and 19% of their budgets on enforcement, whereas in the United States enforcement accounts for approximately 29% of the SEC's budget.[18] Many studies have found more stringent enforcement in the United States, particularly with respect to insider trading. Critics argue that the rationalization of the regulatory structure in Canada would free up resources that could be directed towards improving enforcement performance and investor protection. Many have identified a growing need for more specialized staff as the complexity of securities violations increases.

b. Coordination of Enforcement

Each regulator is responsible for enforcing its own securities laws; enforcement issues, however, are often multi-jurisdictional. Regulators have made significant improvements in coordinating enforcement efforts. These efforts have included the appointment of a single regulator as lead investigator, partitioning of investigations, and undertaking joint investigations and hearings. However, coordination efforts are costly and can impede progress on investigations. Multiple investigations and enforcement proceedings by different regulators into the same issue are still common. In some cases, offenders may not be prosecuted because of poor communication between jurisdictions.

A further weakness of the system is the inconsistency among jurisdictions with respect to enforcement priorities and protections: investors receive different levels of protection depending on the province in which they live. Enforcement budgets and levels of expertise differ across regulators; penalties and sanctions for the contravention of securities laws also differ. Moreover, since the regulators have no power outside their own jurisdictions, offenders can simply move to another province and continue to operate as before.

---

(18) Wise Persons' Committee, *It's Time*, Ottawa, December 2003, p. 27.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

c. Policy Development and Enforcement

The current system is further criticized for its tendency to favour policy over enforcement. Each major securities commission has its own policy development branch. The duplication of effort means that resources are drained from enforcement. In addition, the system is criticized as being too inflexible to respond to new financial instruments in a timely fashion. Independent policy development and a divergence in regulatory philosophy inevitably lead to disagreements among the different jurisdictions. In turn, this slows the process of implementing and harmonizing laws. Critics point out that it takes the securities commissions up to three years to develop and achieve consensus on some of their multilateral instruments.

A criticism of the passport system is that it fails to address these concerns. Ontario feels that a passport system will not lead to improvements in the ability to respond to new market issues (i.e., more harmonized policy development), nor will it significantly improve investor protection and enforcement. Even if it is fully implemented by all jurisdictions, a passport system still has the potential to maintain excessive costs for market participants, and involve continuing legal uncertainty and inconsistent interpretation and enforcement.

GLOBAL COMPETITION

Strong regulation has an important role in ensuring Canada's ability to compete globally for investment capital. A goal of any reform of the financial regulatory system should be to foster a fair and efficient market that is attractive to both Canadian and foreign investors and issuers.

Today, more than half of the total market capitalization of companies listed on the Toronto Stock Exchange comprises companies that are interlisted in the United States. Canadian issuers have been able to take advantage of simplified access to U.S. capital markets provided through the multi-jurisdictional disclosure system (MJDS). The SEC adopted the MJDS in 1991 to eliminate duplicative regulation and facilitate cross-border securities offerings by Canadian reporting issuers in the U.S. capital markets (and U.S. reporting issuers in the Canadian capital markets). Under the MJDS, eligible Canadian issuers may offer securities to the U.S. public using a prospectus filed with and reviewed by the applicable Canadian securities regulator. These MJDS issuers may also fulfil their continuous reporting obligations under the SEC by filing or submitting their Canadian disclosure documents with the SEC. This system was established based upon U.S. confidence in Canadian capital market regulation.

Continued access depends in part on Canadian regulators' ability to maintain U.S. regulatory confidence by responding quickly to U.S. regulatory changes. Currently, there is no one Canadian regulator with the mandate to discuss evolving issues with the SEC. Under the passport system, Canada's status as the only advanced country without a national regulator will continue and each provincial regulator will need to determine how closely its reforms will mirror those of the United States. One example is current attempts by the CSA to bring Canadian requirements in line with those of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX).[19] SOX introduced an extensive collection of corporate governance and disclosure reforms in the United States. Most of these new requirements will also apply to Canadian companies that have securities listed on a U.S. stock exchange.

While the regulatory burden imposed by SOX is high, the need to maintain investor confidence is forcing Canadian regulators to adopt similar principles. However, the CSA extended the deadline for changes, noting recently that the earliest date for the application of new instruments regarding reporting on internal controls is mid-2007. Fragmentation of the regulatory system may have had a role in extending this timeline. As an example, individual securities regulatory authorities in every Canadian jurisdiction (other than British Columbia) solicited comments on the proposed instruments.

The second force for greater reform flows from the globalization of capital markets. Canadian companies, to compete globally, need access to capital at a competitive price. It is possible that less efficient regulation of Canadian financial markets hampers capital market activity in Canada.[20] If regulatory fragmentation raises the cost of issuing in Canada to uncompetitive levels, Canadian companies, as well as foreigner issuers considering issuing in Canada, have a growing range of attractive alternatives.

Other smaller issuers, such as Australia, have recognized the need to maintain effective regulation faced with competitive commercial pressure from overseas markets. On 1 January 1991, the Australian Securities Commission, Australia's single national regulator,

---

(19) The Sarbanes-Oxley Act of 2002 represents a major change to U.S. federal securities laws. Effective in 2004, it requires that all companies – both domestic and foreign – seeking to list on U.S. exchanges submit an annual assessment of the effectiveness of their internal financial auditing controls to the SEC. Section 404 requires that the Chief Executive Officer and the Chief Financial Officer of a public company certify its systems of internal control over financial reporting, and that an audit report attest to that certification.

(20) Charles Freedman and Walter Engert, "Financial Developments in Canada: Past Trends and Future Challenges," *Bank of Canada Review*, Summer 2003.

was established to replace the National Companies and Securities Commission and the Corporate Affairs offices of the states and territories. In 1998 it was renamed the Australian Securities and Investments Commission and its mandate was broadened to cover the regulation of market conduct for banking, insurance, and pension sectors. There is some evidence that moving to a single national regulator has helped Australian markets remain competitive. The 2004-2005 *Global Competitiveness Report*, compiled by the World Economic Forum, ranked Australia's regulation of securities exchanges number three in the world, ahead of major markets such as the United States, Germany and Japan (as well as Canada). The report measured market transparency, independence from excessive government influences, and the effectiveness of exchange rules within 104 countries.

THE WISE PERSONS' COMMITTEE AND RECOMMENDATIONS FOR REFORM

In December 2003, the Wise Persons' Committee (WPC), an independent body formed by the federal government and chaired by Michael Phelps and Harold MacKay, released its report on Canadian securities regulation. The WPC's mandate was to recommend a securities regulatory system that best supports competitiveness, innovation and growth in Canada's capital markets, responds to the requirements of regional capital markets and emerging public companies, and at the same time inspires and maintains investor confidence. The report, entitled *It's Time*, recommends that Canada adopt a single regulator administering a single code. This proposed new structure would be cooperatively created and overseen by the federal and provincial governments.

There appeared to be considerable support in the financial industry for a national securities commission. The presidents of the IDA and the Canadian Bankers Association both cited efficiency and a better match between markets and regulators as reasons for adopting a national body.

Provincial reaction to the idea of a national securities commission, however, was mixed. The Ontario Securities Commission supported it, but the Quebec Securities Commission opposed it. The Alberta and British Columbia commissions, for their part, had strong reservations, expressing fear that centralizing securities policy would impose uniform rules that ignore the varying needs of each provincial capital market.

A. Jurisdiction Over Securities Regulation

The Canadian Constitution does not explicitly assign securities regulation to either level of government. Regulation has traditionally fallen to the provinces under the "property and civil rights" power of the Constitution (subsection 92(13)). The federal government also has jurisdiction over capital markets pursuant to its power to legislate in respect of "trade and commerce" under subsection 91(2) of the *Constitution Act*.

In 2003, the WPC commissioned three legal opinions on this issue, all of which said that the federal government has the constitutional authority to pass comprehensive legislation regulating capital market activity within Canada. The WPC found that provincial cooperation would facilitate the process; but it also found that, in the absence of agreement, the federal government could impose a single national regulator to govern securities law in Canada, under the constitutional doctrine of federal paramountcy. It should be noted, however, that the jurisdiction of the federal government to override provincial securities law has never been tested in a court, and is not assured.

B. Recommendation for a Single National Securities Administrator

While the WPC report acknowledged that Canada's existing system of 13 provincial and territorial regulators has positive attributes, it claimed that the weaknesses of the system are serious and outweigh its strengths. According to the WPC, Canada suffers from inadequate enforcement and inconsistent investor protection. The Committee felt that the existing system also contributed to sluggish policy development, needless duplication, inefficiencies and costs, and regulatory complexities. The WPC concluded that these weaknesses make Canada less competitive than it must be at a time of increasing global competition.

The WPC also found the passport system was an inadequate solution to the weaknesses inherent in provincial regulation, for two reasons. First, the WPC claimed that the system would not improve the enforcement of laws. Provincial commissions would still have divergent enforcement priorities, with smaller provinces lacking the resources to properly enforce laws. Provincial commissions would also continue to have limited power to impose sanctions on breaches of the law in different jurisdictions. Second, the WPC believed that policy development under the passport system would continue to be sluggish and unresponsive, since it would continue to rely on the ability of provincial commissions to reach a consensus.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

The WPC believed that a single securities commission, in which provincial governments electing to participate would pool some or all of their authority in a single regulator administering one set of rules, would be a considerable improvement on the existing system and would best achieve the objectives of an ideal securities regulatory structure. The Committee argued that the recommended national model would:

- significantly strengthen enforcement through more efficient allocation of resources, better coordination, and uniform investment protection across the country;
- facilitate better and, when needed, more timely policy innovation and development;
- address the disproportionate regulatory burden that the current system places on small and emerging companies;
- enhance the "brand" of Canada's securities regulation internationally;
- eliminate additional compliance costs resulting from multiple regulators;
- ensure responsiveness to local and regional needs through the participation of the provinces and capital market participants in its governance structure and regional offices;
- establish clear accountability and governance mechanisms; and
- simplify the current system by reducing the number of regulators from 13 to 1.

The report proposed that reform would begin through the enactment of a Canadian Securities Act that would provide a comprehensive scheme of capital markets regulation for Canada. The new legislation would be administered by a single Canadian Securities Commission consisting of nine full-time, regionally representative commissioners – two from each of Ontario and Quebec, one from each of British Columbia and Alberta, two from the remaining provinces and territories, and a ninth commissioner to be selected without regional restrictions. The federal Minister of Finance would be responsible for appointing the commissioners, based on nominees put forward by a Nominating Committee consisting of members from each province.

The report also proposed a Securities Policy Ministerial Committee made up of the federal Minister of Finance and provincial ministers responsible for securities regulation. This Ministerial Committee would provide a forum for policy and administrative input.

The new structure would ensure responsiveness to Canada's capital markets and regions by locating the Commission's head office in the National Capital Region and by establishing "strong, functionally empowered regional offices" in Vancouver, Calgary, Winnipeg, Toronto, Montréal, and Halifax. A Capital Markets Advisory Committee would allow issuers and investors (the "users" of the system) to provide their input, and would thus preserve regional representation.

CONCLUSION

Since the release of the WPC report, the provinces and territories (with the exception of Ontario) have endorsed a passport system that would keep the existing infrastructure of 13 securities regulators intact. Ontario has rejected the agreement and continues to strongly endorse a single securities commission, similar to that proposed by the WPC. The federal government, in the March 2004 Budget, also endorsed a single national securities regulator.

Without Ontario's support, it is unlikely that the passport system will lead to significant improvements in the regulatory environment. A major reform of Canada's securities regulation system may require stronger intervention at the federal level.

PRB 05-28F

Library of Parliament / Bibliothèque du Parlement

RÉFORME DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Tara Gray
Division de l'économie

Andrew Kitching
Division du droit et du gouvernement

Le 19 septembre 2005

PARLIAMENTARY INFORMATION AND RESEARCH SERVICE
SERVICE D'INFORMATION ET DE RECHERCHE PARLEMENTAIRES

Le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque du Parlement travaille exclusivement pour le Parlement, effectuant des recherches et fournissant des informations aux parlementaires et aux comités du Sénat et de la Chambre des communes. Entre autres services non partisans, elle assure la rédaction de rapports, de documents de travail et de bulletins d'actualité. Les analystes peuvent en outre donner des consultations dans leurs domaines de compétence.

THIS DOCUMENT IS ALSO PUBLISHED IN ENGLISH

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

TABLE DES MATIÈRES

Page

INTRODUCTION 1

APERÇU HISTORIQUE 2

RÉGIME ACTUEL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA 4

MOBILISATION DE CAPITAUX PAR LA VENTE DE VALEURS MOBILIÈRES 5

A. Placements privés 6
B. Placement initial 7

INFORMATION CONTINUE 8

APPLICATION DES LOIS 9

RÉGLEMENTATION DES NÉGOCIANTS EN VALEURS MOBILIÈRES 9

AVANTAGES ET COÛTS DES MARCHÉS FINANCIERS RÉGLEMENTÉS PAR LES PROVINCES 10

A. Avantages 10
B. Coûts 12
1. Coûts d'observation pour les émetteurs 12
2. Coûts d'observation pour les courtiers et les négociants en valeurs mobilières 13
3. Perspectives restreintes pour les investisseurs 14
4. Application de la loi 14
a. Répartition des ressources et application de la loi 14
b. Coordination de l'application de la loi 14
c. Élaboration des politiques et application de la loi 15

CONCURRENCE MONDIALE 16

LE COMITÉ DE PERSONNES AVISÉES ET RECOMMANDATIONS DE RÉFORME 18

A. Compétence en matière de réglementation des valeurs mobilières 19
B. Recommandation d'un administrateur national unique des valeurs mobilières 19

CONCLUSION 21

CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

RÉFORME DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

INTRODUCTION

Tous les jours, les opérations sur les marchés financiers du Canada se chiffrent en milliards de dollars. À l'heure où les capitaux circulent sans difficulté d'un pays à l'autre, une réglementation efficace de ces marchés est essentielle pour la bonne santé économique du pays. Lorsqu'ils sont efficaces, les marchés financiers répartissent les ressources de façon rationnelle, en axant l'investissement sur les utilisations les plus constructives possible. Le présent document donne un aperçu général de la réglementation des marchés des valeurs mobilières au Canada, de leur évolution, des avantages et des coûts du régime actuel et des réformes susceptibles d'améliorer l'efficacité des marchés.

Le droit des valeurs mobilières existe principalement pour protéger les investisseurs contre la tromperie et la fraude des sociétés qui émettent des capitaux et des courtiers qui font des opérations sur les marchés financiers[1]. La protection offerte par le droit des valeurs mobilières vise à créer la confiance des investisseurs à l'égard des marchés. Si les membres du public qui investissent ont foi dans l'intégrité des marchés financiers, ils seront plus enclins à investir. Les actionnaires qui sont témoins de scandales au sein de sociétés, ou qui pensent que les seules personnes susceptibles de profiter du régime sont celles qui ont des connaissances ou des relations d'initiés, s'empressent de retirer leur argent, ce qui prive les sociétés canadiennes des capitaux dont elles ont grandement besoin.

---

(1) Les valeurs mobilières sont définies de façon générale en droit canadien et comprennent non seulement les titres de créance et de participation, mais aussi les fonds d'investissement, les unités et les fiducies, ainsi que d'autres instruments financiers tels que les instruments dérivés et les fonds de couverture. Bon nombre de ces valeurs mobilières sont échangées sur des marchés spécialisés par des investisseurs avertis. Les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières ont tendance à déléguer la responsabilité du contrôle de ces marchés à des organisations autonomes ou aux marchés eux-mêmes. Bien souvent, les valeurs mobilières sont échangées sur les marchés internationaux, qui échappent au contrôle des organismes de réglementation canadiens. La réglementation de ces marchés spécialisés échappe à la portée du présent document, qui porte essentiellement sur les titres de créance et de participation. De nombreux marchés autogérés ne seraient pas touchés par la création d'un organisme national unique de réglementation.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

Alors que la réglementation des valeurs mobilières au Canada relève historiquement de la compétence provinciale, certains juristes ont soutenu que le gouvernement fédéral avait le pouvoir, en vertu de la Constitution, d'adopter des lois globales pour réglementer l'activité des marchés financiers au Canada[2]. Toutefois, à l'heure actuelle, la vente des valeurs mobilières est assujettie aux règles et aux règlements de 13 organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières. La consultation de ces règlements prend souvent beaucoup de temps et coûte cher. Certains affirment par ailleurs que la réglementation excessive des marchés financiers entrave l'investissement étranger au Canada et limite les possibilités qui s'offrent aux investisseurs canadiens. Les coûts supplémentaires associés à une réglementation excessive nuisent aux sociétés canadiennes cherchant à mobiliser l'épargne au Canada et réduisent leur compétitivité internationale.

La profusion des règlements a incité de nombreux analystes à avancer que la structure actuelle des marchés financiers n'était pas viable sans l'adoption de lois uniformes sur les valeurs mobilières à l'échelle du Canada. Les débats portent sur la question de savoir si l'harmonisation peut être obtenue grâce à la coopération des organismes de réglementation provinciaux ou s'il faut avoir recours à une solution plus radicale : l'imposition d'un organisme national unique de réglementation des valeurs mobilières par le gouvernement fédéral. Bien que cette dernière option soit encore envisagée, les efforts de réforme récents ont surtout porté sur le régime actuel.

APERÇU HISTORIQUE

Au début du XIX^{e} siècle, des capitalistes malhonnêtes de l'Est fraudent de plus en plus souvent les personnes qui souhaitent investir dans les régions pionnières de l'Ouest américain. Les investisseurs non avertis se font vendre des actions sans valeur dans des entreprises véreuses, des puits de pétrole imaginaires, des mines d'or éloignées et d'autres exploitations frauduleuses du même genre[3]. On affirme que ces opérations spéculatives n'avaient pour garantie que le « ciel bleu du Kansas » (le terrain de prédilection des escrocs) et,

---

(2) La Constitution canadienne n'attribue pas explicitement la compétence en matière de valeurs mobilières à l'un ou l'autre des ordres de gouvernement. Voir la section du présent rapport intitulée « Compétence en matière de réglementation des valeurs mobilières ».

(3) *Hall* v. *Geiger-Jones Co.*, (1917), 242 U.S. 539 (USSC).

en 1911, cet État devient le premier en Amérique du Nord à adopter une loi sur les valeurs mobilières[4] – une loi contre l'escroquerie, appelée par la suite « blue-sky law ».

Les provinces canadiennes commencent à adopter leurs propres lois sur les valeurs mobilières peu de temps après. Le Manitoba édicte sa première loi sur les valeurs mobilières – une adaptation de la loi du Kansas – en 1912[5] et d'autres provinces canadiennes lui emboîtent le pas. L'Ontario restructure sa loi en 1945, en 1966 et, une nouvelle fois, en 1978, mettant en vigueur des exigences plus strictes pour les permis et de nouvelles mesures visant à prévenir la fraude[6]. Après chaque réforme, de nombreuses provinces canadiennes suivent l'exemple de l'Ontario et promulguent des lois analogues[7].

L'évolution du droit des valeurs mobilières au Canada se caractérise par une convergence sporadique des lois dans la plupart des provinces, suivie d'une divergence progressive. Pendant de brèves périodes, les provinces tentent d'harmoniser la législation sur les valeurs mobilières. Ces efforts limités d'uniformisation ne durent pas, car les lois sont modifiées régulièrement et les commissions provinciales établissent de nouvelles procédures et de nouveaux règlements. À l'heure actuelle, les lois semblent de nouveau tendre vers l'uniformité, mais les provinces ont néanmoins des visions différentes de la façon dont les marchés des valeurs mobilières doivent être réglementés.

Dans un mouvement à contre-courant de l'évolution du régime réglementaire canadien, le gouvernement fédéral des États-Unis crée la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1934, cédant aux pressions exercées en faveur d'une réforme après le krach boursier de 1929. Même si les États conservent une certaine autonomie sur le plan du droit pénal concernant les fraudes en matière de valeurs mobilières et peuvent exiger, en invoquant les lois sur l'escroquerie, que les négociants en valeurs détiennent un permis, c'est la SEC qui joue le rôle prépondérant dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis.

---

(4) Kans, *Laws 1911*, ch. 133.

(5) *Sale of Shares Act*, S.M. 1912, ch. 75.

(6) *Securities Act*, 1945, S.O. 1947, ch. 8.

(7) Pour un historique plus complet des activités de réglementation des valeurs mobilières au Canada, voir Mark Gillen, *Securities Regulation in Canada*, 2e éd., Scarborough, Carswell, 1998.

RÉGIME ACTUEL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Les lois sur les valeurs mobilières ont la même raison d'être et visent les mêmes objectifs dans toutes les provinces, soit protéger les investisseurs et faire en sorte que les marchés financiers soient justes, efficaces et transparents. À cette fin, tous les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières assument les responsabilités fondamentales suivantes : examen des prospectus, information continue, réglementation de l'activité des négociants en valeurs mobilières, application des lois et éducation du public. Les différences observées entre les lois provinciales sur les valeurs mobilières résultent dans une large mesure de points de vue divergents sur l'importance à accorder à la protection des investisseurs et sur la façon d'assurer l'efficacité du marché.

Les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux ont collaboré à de nombreuses reprises, par l'entremise des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), afin de simplifier et de normaliser leurs lois et exigences. Les ACVM sont un forum permettant aux 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières des provinces et territoires du Canada de coordonner et d'harmoniser la réglementation des marchés financiers canadiens. Leur mission est de doter le pays d'un régime de réglementation des valeurs mobilières capable de protéger les investisseurs contre les pratiques injustes, abusives et frauduleuses, ainsi que de promouvoir des marchés financiers justes, efficaces et prospères, en mettant en place un régime national de règlements, de politiques et de pratiques harmonisés dans le domaine des valeurs mobilières. Par le truchement des ACVM, plusieurs initiatives ont été lancées afin de réduire les doubles emplois et les chevauchements dans les travaux des commissions, et de limiter les coûts que doivent assumer les participants aux marchés.

Le 30 septembre 2004, les ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières de toutes les provinces, à l'exception de l'Ontario, et de tous les territoires ont convenu d'adopter des améliorations au régime actuel, dont les suivantes :

- un « régime de passeport » en valeurs mobilières, donnant accès aux marchés financiers à un guichet unique dans les provinces et territoires participants, mis en vigueur au mois d'août 2005[8];

---

(8) En vertu de ce régime, chaque province et territoire continuera d'avoir son propre organisme de réglementation, d'adopter ses propres lois et de prélever ses propres droits. Toutefois, les participants aux marchés financiers seront tenus de se conformer aux règles et aux décisions d'une seule autorité en valeurs mobilières (l'« autorité principale »), peu importe où ils exercent leurs activités sur les marchés financiers au Canada.

- des lois sur les valeurs mobilières grandement harmonisées, simplifiées et rationalisées, dont la mise en œuvre dans l'ensemble des provinces et des territoires participants devrait avoir lieu avant la fin de 2006;
- un Conseil des ministres pour faciliter le changement et la coopération continue;
- un examen des droits imposés pour le service réglementaire;
- un engagement à l'égard de l'exploration de nouvelles options de réforme.

Pour l'instant, on ne sait pas trop bien dans quelle mesure la mise en œuvre de cet accord modifiera le régime des valeurs mobilières actuellement en place au Canada.

Il importe de noter que le droit des valeurs mobilières n'est qu'un aspect du cadre de gouvernance global des sociétés au Canada. Ce cadre comprend non seulement les lois imposées par les commissions des valeurs mobilières, mais aussi les lois sur les sociétés et les exigences relatives à l'inscription qu'imposent les bourses pour les valeurs mobilières qui sont cotées. Au Canada, par exemple, les sociétés peuvent être constituées en vertu de la loi fédérale ou provinciale. Les lois sur les sociétés commerciales de chacune des provinces prévoient la divulgation de l'information et permettent aux actionnaires insatisfaits de poursuivre les sociétés et les cadres qui se sont engagés dans des pratiques commerciales illégales. La Bourse de Toronto, comme les autres bourses des valeurs mobilières, a ses propres exigences concernant l'inscription et l'information continue auxquelles les sociétés cotées doivent se conformer et qui visent à promouvoir la bonne gouvernance des sociétés.

MOBILISATION DE CAPITAUX PAR LA VENTE DE VALEURS MOBILIÈRES

Au Canada, les émetteurs peuvent réunir des capitaux en vendant des valeurs mobilières à titre privé, dans le contexte d'une émission à diffusion restreinte ou placement privé, ou à titre public, par une inscription à la cote sur un marché financier. Divers règlements s'appliquent à chaque marché, assurant des niveaux différents de protection aux investisseurs. Une petite société commence souvent par lever des fonds en plaçant ses titres auprès d'un nombre limité de souscripteurs dans le contexte d'un placement privé. À mesure que la société se développe, elle peut envisager de passer à une inscription à la cote officielle ou d'émettre des obligations. En règle générale, les sociétés doivent se conformer à des règlements sur les valeurs

mobilières qui sont d'autant plus détaillés que leurs valeurs mobilières sont vendues sur une grande échelle.

A. Placements privés

Les placements privés permettent à une société d'offrir des valeurs mobilières à un groupe restreint d'investisseurs en étant exemptée de certaines dispositions des lois sur valeurs mobilières, comme l'obligation de préparer un prospectus (voir la prochaine section, intitulée « Placement initial »), qui s'appliquent normalement lorsque les valeurs mobilières sont vendues au grand public. L'émetteur peut vendre des actions seulement à un groupe limité d'investisseurs « avertis », comme les banques, les caisses de retraite, des personnes riches ou des initiés (p. ex. un administrateur, un cadre supérieur ou un employé de la société émettrice). La capacité de revendre les actions à une partie extérieure à ce groupe est également limitée.

Les petites sociétés ont recours aux placements privés parce que les capitaux peuvent être obtenus plus rapidement et à moindre coût que dans une offre publique de vente[9]. Les grandes sociétés peuvent aussi faire un placement privé lorsqu'elles souhaitent vendre des valeurs mobilières à un groupe choisi d'investisseurs seulement.

Bien souvent, un émetteur de placement privé est tenu d'établir une notice d'offre avant de vendre les valeurs mobilières. Ce document fournit une information détaillée, tout comme un prospectus, mais ne fait pas l'objet d'un examen par un organisme de réglementation et n'assure pas aux investisseurs la même protection juridique. Si l'émetteur est déjà un émetteur assujetti (c.-à-d. coté en bourse), il peut aussi être assujetti à l'obligation d'information continue.

Avant les nouvelles réformes, les dispenses n'étaient pas harmonisées d'une province à l'autre. Les organismes de réglementation provinciaux s'entendaient sur certaines normes, publiées à titre d'« instruments multilatéraux », qui avaient pour but d'offrir des dispenses communes dans tout le Canada. Certains organismes de réglementation provinciaux, toutefois, n'étaient pas habilités à modifier leurs propres règles, et les dispenses pour ces

---

(9) Plusieurs catégories d'émetteurs bénéficient d'une dispense de prospectus, qui établit les conditions particulières dans lesquelles les valeurs mobilières peuvent être vendues légitimement sans se conformer à l'exigence d'un prospectus. Par exemple, les gouvernements ont recours à des dispenses pour vendre des obligations d'épargne. Les sociétés fermées s'appuient sur une dispense pour vendre des actions ordinaires à leurs fondateurs. Les sociétés cotées en bourse ont recours à des dispenses pour emprunter des capitaux auprès de grands investisseurs institutionnels, comme les banques, les caisses de retraite et les sociétés de fonds mutuel. Les sociétés en commandite demandent une dispense lorsqu'elles lèvent des fonds auprès de certains investisseurs admissibles.

provinces devaient être accordées de façon ponctuelle. De plus, les instruments multilatéraux adoptés par certains organismes de réglementation comportaient des écarts subtils par rapport aux normes uniformes, ce qui avait pour effet, dans la réalité, de contrecarrer le but des règles harmonisées.

Ces lacunes seront vraisemblablement comblées à mesure que les provinces et les territoires progresseront dans leurs travaux d'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières d'ici la fin de 2006. Le 8 juillet 2005, les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens ont convenu d'harmoniser et de regrouper les dispenses de prospectus et d'inscription dans tout le pays. Les nouveaux instruments nationaux sont entrés en vigueur le 19 septembre 2005 et remplacent la totalité des importantes dispenses existantes que prévoient les lois sur les valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada.

B. Placement initial

Lorsqu'un émetteur décide de vendre ses valeurs mobilières au grand public, il doit établir un prospectus préliminaire et le déposer auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières de chaque province où les actions doivent être vendues. Le prospectus donne une information détaillée sur les valeurs mobilières à vendre, les activités de l'émetteur, sa direction et les conditions financières. Une fois que le prospectus a été examiné et approuvé par une commission des valeurs mobilières, l'émetteur peut commencer à vendre au public les valeurs mobilières qui y sont décrites.

Contrairement à la réglementation sur les placements privés, les règlements régissant les offres publiques de vente ont été pour l'essentiel harmonisés. Dans un effort pour réduire les doubles emplois, les provinces ont adopté un régime d'examen concerté. En vertu de ce régime, un organisme de réglementation des valeurs mobilières est désigné à titre d'« autorité principale », de manière à ce que les autres administrations puissent se fier à son analyse et à son examen des documents déposés. Une société qui souhaite émettre des actions doit se conformer aux exigences d'une seule province. Les actions émises au titre d'un prospectus approuvé peuvent être vendues dans tout le Canada.

Sous le régime de passeport proposé, qui a été approuvé par toutes les provinces (sauf l'Ontario) et tous les territoires en septembre 2005, le processus sera simplifié encore davantage. Une société pourra s'inscrire pour vendre des valeurs mobilières dans une province ou un territoire et les autres provinces et territoires en reconnaîtront alors son aptitude à le faire.

Chaque province ou territoire continuera d'avoir son propre organisme de réglementation, d'adopter ses propres lois et de percevoir ses propres droits[10].

INFORMATION CONTINUE

Dans un marché efficace, les investisseurs doivent avoir un accès égal et simultané à l'information importante au sujet des sociétés dans lesquelles ils investissent. Les lois sur les valeurs mobilières visent à obtenir ce résultat en imposant des obligations d'information continue. Pour s'acquitter de ces obligations, une fois que les actions ont été émises, la société qui fait un appel public à l'épargne ou qui est cotée en bourse doit fournir de l'information périodiquement aux organismes de réglementation dont elle dépend et à ses actionnaires. Si, par ailleurs, de nouveaux renseignements deviennent disponibles, elle doit sans tarder les faire connaître publiquement.

Dans le droit canadien, les sociétés cotées en bourse doivent communiquer des documents comme des rapports annuels et des états financiers. Ces documents sont accessibles au public par l'intermédiaire des organismes de réglementation des valeurs mobilières, des bourses et du Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), consultable sur Internet[11]. En plus de l'émetteur, les dirigeants des sociétés doivent déposer des rapports réguliers sur toutes leurs opérations touchant les valeurs mobilières de l'émetteur. Les rapports des initiés sont accessibles au public dans les bureaux des organismes de réglementation des valeurs mobilières et au moyen du Système électronique de déclaration des initiés (SEDI) sur Internet[12].

Pour protéger les investisseurs, les documents d'information continue sont soumis à de nombreuses exigences et mesures de protection légales. Les agents et les comités de vérification doivent attester l'exactitude de certains documents, et les administrateurs de la société doivent veiller à leur communication en temps opportun et de façon exacte.

Par l'intermédiaire des ACVM, les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières ont harmonisé leurs lois concernant l'information continue. Par exemple,

---

(10) L'Ontario a refusé le régime de passeport car, à son avis, si ce régime entre en vigueur, il ne constituera pas une amélioration suffisante pour tenir compte des préoccupations des émetteurs et des courtiers nationaux et internationaux. L'Ontario est plutôt en faveur de la création d'un organisme unique de réglementation provincial-territorial dont les lois seraient uniformes.

(11) Voir le site Web du Système électronique de données, d'analyse et de recherche (http://www.sedar.ca).

(12) Voir le site Web du Système électronique de déclaration des initiés (http://www.sedi.ca).

dans le système SEDAR, les initiés ne sont tenus de déposer qu'un seul rapport pour respecter leurs obligations à l'égard de toutes les commissions des valeurs mobilières. De plus, les périodes pour le dépôt des rapports ont été harmonisées dans l'ensemble du Canada.

APPLICATION DES LOIS

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières sont investis du pouvoir, conféré par les lois provinciales, d'appliquer la réglementation sur les valeurs mobilières. Ainsi, si un prospectus s'avère trompeur ou dolosif, les organismes de réglementation peuvent infliger des sanctions à la société qui s'est livrée à de telles manœuvres, les mesures prises pouvant s'étaler d'un remboursement aux investisseurs à la suspension des opérations sur ses valeurs mobilières. En vertu des obligations d'information continue, la non-communication de l'information ou la manipulation de l'information avant qu'elle soit rendue publique (p. ex. opérations d'initiés) peut entraîner la prise de mesures disciplinaires par la Commission des valeurs mobilières.

RÉGLEMENTATION DE L'ACTIVITÉ DES NÉGOCIANTS EN VALEURS MOBILIÈRES

La loi sur les valeurs mobilières de chaque province exige l'inscription annuelle de toutes les personnes morales et physiques qui se livrent à des opérations boursières, garantissent des émissions ou donnent des conseils d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Le processus d'inscription vise à protéger les investisseurs en veillant à ce que seules les personnes et les sociétés compétentes et de bonne réputation soient autorisées à le faire. Les personnes physiques et morales doivent présenter une demande et payer des frais dans chaque province ou territoire où elles souhaitent s'inscrire. Les demandeurs doivent respecter des normes de formation et des exigences financières et doivent aussi s'acquitter d'obligations détaillées en matière de conduite, de solvabilité et de production de rapports.

Les exigences relatives à l'inscription ont été dans le passé fort différentes d'une province à l'autre. En 2005, toutefois, tous les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières se sont entendus pour adopter un système d'inscription national simplifié, en vertu duquel les négociants en valeurs mobilières s'inscrivent auprès d'un organisme de réglementation principal dont la décision, sauf dans des circonstances exceptionnelles, est

respectée par ses homologues ailleurs au Canada[13]. L'harmonisation se fera par la création de la Base de données nationale d'inscription (BDNI), qui est une initiative des ACVM et de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM). La BDNI est un système accessible sur Internet qui permet aux courtiers et aux négociants de déposer leur formulaire d'inscription par voie électronique.

Les organismes de réglementation ont, pour la plupart, délégué la responsabilité des sanctions à prendre contre les courtiers et les négociants en valeurs mobilières à des associations professionnelles d'autoréglementation. L'ACCOVAM régit les activités des courtiers en valeurs mobilières, aussi bien sur le plan de leurs capacités financières que sur celui de la conduite de leurs affaires. L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels est l'organisme d'autoréglementation reconnu pour les fonds communs de placement au Canada et a la responsabilité d'imposer des règles et pratiques communes, d'en assurer le contrôle et de veiller à leur application.

AVANTAGES ET COÛTS DES MARCHÉS FINANCIERS RÉGLEMENTÉS PAR LES PROVINCES

A. Avantages

De l'avis de certains, la réglementation des marchés financiers par les provinces se caractérise par un certain nombre de points forts. Les promoteurs du régime provincial estiment qu'il favorise les idées innovatrices sur la meilleure façon de réglementer les marchés. Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières adoptent de nouvelles lois et de nouveaux règlements. Ces lois et règlements sont mis à l'essai dans une province et, s'ils représentent une amélioration par rapport au régime existant, ils finissent par être adoptés dans les autres provinces et deviennent la norme dans tout le Canada. De cette façon, les organismes de réglementation des valeurs mobilières sont en concurrence les uns avec les autres pour adopter de nouvelles politiques et de nouvelles idées, créant ainsi un régime canadien de réglementation provinciale plus innovateur qu'un régime administratif centralisé où un seul

---

(13) Voir le site des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, « Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières mettent en œuvre le Régime d'inscription canadien », 18 avril 2005 (http://www.csa-acvm.ca/francais/html_ACVM/nouvelles/05_09_implement_NRS.htm).

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHEQUE DU PARLEMENT

organisme aurait la responsabilité de créer toutes les politiques et toutes les lois en matière de valeurs mobilières.

Les tenants de la réglementation provinciale soulignent aussi la capacité qu'a le système de satisfaire aux exigences régionales. Les diverses provinces ont des sociétés spécialisées dans des domaines différents et leurs besoins sont donc uniques pour leurs marchés particuliers. Le marché de l'Alberta, par exemple, est axé sur les enjeux du pétrole et du gaz, tandis que la Colombie-Britannique est reconnue comme une province de choix pour les sociétés minières et de prospection. En revanche, les lois de l'Ontario sont davantage axées sur les grandes sociétés établies de longue date. Certains peuvent donc craindre qu'un organisme fédéral de réglementation des valeurs mobilières crée des lois et des politiques plus adaptées aux marchés dominants de l'Ontario, au détriment des besoins particuliers des autres régions du Canada.

Une meilleure application des lois est un autre point fort avancé en faveur de la réglementation provinciale. Les commissions provinciales acquièrent des compétences et de l'expérience en traitant avec un nombre limité de sociétés. Ces sociétés ont souvent des antécédents d'observation et d'inobservation des normes. Les organismes de réglementation qui connaissent bien une société particulière sont donc mieux à même de quantifier les risques auxquels le public est exposé et d'agir en conséquence. L'organisme de réglementation familiarisé avec tous les aspects des affaires locales est plus apte à faire observer les règlements sur les valeurs mobilières, parce que les poursuites intentées par cet organisme ne seront pas entravées par des facteurs géographiques.

Pour de nombreuses provinces, la réglementation des valeurs mobilières à l'échelle locale représente un enjeu économique et chacune supporterait donc mal de renoncer à son infrastructure dans ce domaine. Les émetteurs qui désirent vendre des actions dans tout le Canada engagent normalement des comptables, des avocats, des garants d'émission et d'autres spécialistes sur place. En raison de cette compétence provinciale, des groupes locaux de spécialistes en valeurs mobilières se sont créés, principalement à Vancouver, à Calgary, à Toronto et à Montréal. Bon nombre de ces spécialistes estiment qu'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières renforcerait encore davantage la domination de Toronto sur le financement des entreprises au Canada. Les commissions des valeurs mobilières elles-mêmes s'opposeraient vraisemblablement à l'idée d'un organisme de réglementation

national, car celui-ci pourrait bien concentrer les emplois du secteur des politiques en Ontario pour ne laisser que le secteur de l'application de la loi aux bureaux provinciaux.

Enfin, les défenseurs de la réglementation provinciale sont convaincus que le régime est adaptable et qu'il est possible d'en arriver à des lois uniformes sur les valeurs mobilières au moyen du « régime de passeport » déjà mentionné. Contrairement au Régime d'examen concerté (REC), qui mise sur la concertation, un régime de passeport serait mis en œuvre dans le contexte d'une délégation réciproque complète des fonctions de réglementation. Le REC se limite principalement à l'approbation de prospectus. Le régime de passeport, s'il était entièrement adopté dans la totalité des provinces et des territoires, aurait vraisemblablement une portée beaucoup plus vaste, nécessitant la délégation de pratiquement toutes les fonctions de réglementation tout en laissant intacte l'infrastructure existante des 13 organismes de réglementation. Les participants aux marchés financiers seraient tenus de se conformer aux règles et aux décisions d'une seule autorité (l'« autorité principale »), peu importe où ils exercent leurs activités financières au Canada. C'est ce régime que les ministres de toutes les provinces, à l'exception de l'Ontario, et de tous les territoires ont convenu d'établir pour le mois d'août 2005.

B. Coûts

1. Coûts d'observation pour les émetteurs

Quels que soient les avantages d'une réglementation provinciale des valeurs mobilières, le régime entraîne aussi des coûts particuliers. Les détracteurs se plaignent qu'il en coûte cher aux sociétés qui s'emploient à réunir des fonds au Canada de devoir se conformer à toutes les lois provinciales. Même si les organismes de réglementation provinciaux ont tenté d'harmoniser leurs lois, des différences subtiles obligent l'émetteur à consulter des conseillers et des avocats de nombreuses provinces pour être à même de vendre ses valeurs mobilières. Même lorsqu'ils ont recours au REC, les émetteurs doivent payer des droits de dépôt à chacun des organismes de réglementation. Le régime de passeport proposé n'aura sans doute pas pour effet de modifier cette situation.

Des études ont montré que l'accroissement des frais d'observation lié à la présence d'organismes multiples n'est pas considérable, en général, pour les gros émetteurs[14]. Les petites sociétés, en revanche, sont moins en mesure d'assumer ces coûts et, par conséquent,

---

(14) Charles River Associates, « Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada », mémoire du Comité de personnes averties sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada, 2003.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

tendent plus souvent à les tenir pour considérables. C'est ainsi que l'existence d'organismes de réglementation multiples au Canada peut représenter un désavantage concurrentiel pour les petites sociétés.

De nombreuses petites sociétés réunissent aussi des capitaux en demandant une dispense de prospectus. En raison des divergences dans le traitement des dispenses d'une province à l'autre, le processus qui consiste à réunir des capitaux exige plus de temps et coûte plus cher pour les petites et moyennes entreprises. Les économies potentielles par demande d'émission bénéficiant d'une dispense, dans un modèle où la réglementation est confiée à un seul organisme, ont été évaluées à 1 124 $[15].

En plus des coûts directs, le régime actuel présente un risque considérable, plus important encore, de « perte d'occasion ». La capacité de réunir des capitaux à des conditions favorables est souvent une question de moment opportun. La perte d'occasion est souvent engendrée par des retards dans les transactions qui font obstacle à la négociation des valeurs mobilières. Les critiques soutiennent que ces retards sont inhérents au REC, parce que lorsqu'un prospectus est déposé, les organismes de réglementation disposent d'un certain nombre de jours ouvrables pour faire leurs commentaires ou soulever des préoccupations[16]. Les retards sont encore plus importants lorsque l'émetteur demande une dispense de prospectus.

2. Coûts d'observation pour les courtiers et les négociants en valeurs mobilières

On a pu estimer, en faisant preuve de prudence, que les membres de l'ACCOVAM consacrent 4,2 millions de dollars par an à des ressources internes en personnel pour inscrire des personnes morales et physiques[17]. S'il est vrai que la nouvelle BDNI permettra aux courtiers et aux négociants en valeurs mobilières de réaliser quelques économies, les inscrits devront tout de même assumer les frais annuels dans chaque province d'activité.

---

(15) *Ibid.*

(16) Lorsqu'un prospectus détaillé est déposé conformément aux exigences du REC, l'organisme de réglementation principal dispose de dix jours ouvrables pour présenter ses commentaires. Une fois que la lettre de commentaires a été communiquée, un organisme secondaire dispose de cinq jours ouvrables pour faire part de ses préoccupations à l'organisme principal, se retirer du régime ou indiquer qu'il est disposé à accepter le prospectus final. Il faut encore un certain nombre de jours ouvrables pour permettre à l'émetteur de donner suite aux commentaires supplémentaires des organismes secondaires.

(17) Charles River Associates (2003).

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

3. Perspectives restreintes pour les investisseurs

Dans le régime actuel, les investisseurs des petites provinces se voient souvent refuser des possibilités d'investissement. En raison des coûts à assumer pour traiter avec plusieurs organismes de réglementation, certaines sociétés ne vendent des actions qu'aux investisseurs des administrations canadiennes qui constituent un marché important dans le domaine des valeurs mobilières (Colombie-Britannique, Alberta, Ontario et Québec) et non à ceux des plus petites provinces ou des territoires.

4. Application de la loi

Une des critiques les plus fréquentes du régime actuel est que le Canada n'applique pas ses lois sur les valeurs mobilières de façon efficace, par comparaison avec les États-Unis, tout particulièrement. L'harmonisation des activités d'application de la loi dans l'ensemble du Canada n'a guère progressé. Les petits investisseurs en particulier sont vulnérables, et nombreux sont ceux qui estiment que le régime ne protège pas leurs intérêts.

a. Répartition des ressources et application de la loi

Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières consacrent en général de 13 à 19 p. 100 de leur budget aux activités d'application de la loi, tandis que l'application de la loi aux États-Unis représente quelque 29 p. 100 du budget de la SEC[18]. De nombreuses études montrent que l'application de la loi est beaucoup plus rigoureuse aux États-Unis, tout particulièrement en ce qui concerne les transactions d'initiés. Les critiques font valoir que la rationalisation de la structure réglementaire au Canada permettrait de libérer des ressources qui pourraient être utilisées pour améliorer l'application de la loi et la protection des investisseurs. On ne manque pas de signaler un besoin grandissant de personnel plus spécialisé à mesure que la complexité des fraudes augmente.

b. Coordination de l'application de la loi

Chaque organisme de réglementation a la responsabilité d'appliquer les propres lois dont il est responsable concernant les valeurs mobilières. Les questions d'application, toutefois, ont souvent une dimension multilatérale. Les organismes de réglementation ont grandement progressé pour ce qui est de coordonner les activités d'application de la loi.

---

(18) Comité de personnes avisées, *C'est le temps d'agir*, Ottawa, décembre 2003, p. 27.

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

Signalons à ce sujet la désignation d'un seul organisme de réglementation à titre de principal responsable d'une enquête, la séparation des enquêtes en éléments distincts et la tenue d'enquêtes et d'audiences communes. Toutefois, les efforts de coordination sont coûteux et peuvent empêcher les enquêtes d'avancer. Les enquêtes et poursuites parallèles de divers organismes de réglementation dans un même dossier demeurent courantes. Dans certains cas, il arrive que les fraudeurs ne soient pas poursuivis, à cause d'une mauvaise communication entre les organismes.

Une autre faiblesse du régime concerne les écarts qui existent entre les administrations au sujet des priorités d'application et des mesures de protection : les investisseurs bénéficient de niveaux de protection différents selon la province dans laquelle ils habitent. Les budgets d'application de la loi et les niveaux d'expertise diffèrent d'un organisme de réglementation à un autre. Les pénalités et les sanctions en cas d'infraction aux lois sur les valeurs mobilières diffèrent également. De plus, comme les organismes de réglementation n'ont aucun pouvoir en dehors de leur territoire, les contrevenants peuvent tout simplement déménager dans une autre province et continuer d'exercer leurs activités comme ils le faisaient auparavant.

c. Élaboration des politiques et application de la loi

On critique aussi le régime actuel pour sa tendance à favoriser les politiques par rapport à l'application de la loi. Chacune des principales commissions des valeurs mobilières a son propre service d'élaboration des politiques. Le chevauchement des efforts coûte souvent des ressources aux activités d'application de la loi. On reproche au régime de manquer de souplesse pour s'adapter aux nouveaux instruments financiers en temps opportun. L'élaboration des politiques en vase clos et une divergence dans la philosophie de réglementation entraînent forcément des désaccords entre les divers organismes, ce qui a pour effet de ralentir le processus de mise en œuvre et d'harmonisation des lois. Les critiques font observer que les commissions des valeurs mobilières prennent jusqu'à trois ans pour mettre au point certains de leurs instruments multilatéraux et dégager un consensus à leur sujet.

On reproche au régime de passeport de ne pas tenir compte de ces préoccupations. L'Ontario est d'avis que ce régime ne renforcera pas la capacité de s'adapter aux nouveaux enjeux du marché (p. ex. élaboration de politiques plus harmonisées), ni n'améliorera de façon appréciable la protection des investisseurs et l'application de la loi. Même s'il est adopté intégralement par toutes les administrations, le régime de passeport risque fort de ne pas réduire

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

les coûts excessifs pour les participants aux marchés, ni de mettre fin à l'incertitude juridique et au manque d'uniformité dans l'interprétation et l'application de la loi.

CONCURRENCE MONDIALE

Une réglementation forte influe de façon importante sur l'aptitude du Canada à attirer des capitaux d'investissement sur la scène internationale. Toute réforme de la réglementation financière doit avoir pour but de promouvoir un marché équitable et efficace qui soit attrayant pour les investisseurs et les émetteurs canadiens et étrangers.

À l'heure actuelle, plus de la moitié de la capitalisation boursière totale des sociétés cotées à la Bourse de Toronto s'applique à des sociétés intercotées aux États-Unis. Les émetteurs canadiens ont été en mesure de tirer profit d'un accès simplifié aux marchés financiers des États-Unis grâce au Multi-jurisdictional Disclosure System (MJDS). La SEC a adopté le MJDS en 1991 pour supprimer les règlements faisant double emploi et faciliter les offres de vente transfrontalière de valeurs mobilières par les émetteurs assujettis canadiens sur les marchés financiers américains (et par les émetteurs assujettis américains sur les marchés financiers canadiens). Dans le cadre du MJDS, les émetteurs canadiens admissibles peuvent offrir des valeurs mobilières au public américain en utilisant un prospectus déposé auprès de l'organisme de réglementation canadien concerné et approuvé par celui-ci. Les émetteurs inscrits au MJDS peuvent aussi s'acquitter de leurs obligations courantes de production de rapports selon les exigences de la SEC en déposant ou en présentant leurs documents d'information canadiens auprès de la SEC. Ce système a été établi grâce à la confiance des États-Unis dans la réglementation des marchés financiers canadiens.

Le maintien de cet accès dépend en partie de l'aptitude des organismes de réglementation canadiens à conserver cette confiance en s'adaptant rapidement aux changements qui touchent la réglementation américaine. À l'heure actuelle, aucun organisme de réglementation canadien n'a le mandat de discuter de l'évolution des questions avec la SEC. Sous le régime de passeport, le Canada continuera à être le seul pays avancé à ne pas avoir d'organisme de réglementation national et chaque organisme provincial devra déterminer dans quelle mesure ses réformes iront dans le sens de celles des États-Unis. À titre d'exemple, on peut mentionner les efforts que déploie actuellement l'ACCOVAM pour harmoniser les

exigences canadiennes avec celles de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 (SOA)[19]. Ce texte de loi est à l'origine de nombreuses réformes concernant le cadre de gouvernance des sociétés et la communication de l'information aux États-Unis. La plupart des nouvelles exigences s'appliqueront aussi aux sociétés canadiennes dont les valeurs mobilières sont cotées à une bourse des États-Unis.

Même si le fardeau administratif qu'impose la SOA est considérable, le besoin de maintenir la confiance des investisseurs oblige les organismes de réglementation du Canada à adopter des principes semblables. Toutefois, les ACVM ont reporté les délais pour les changements à apporter, faisant savoir récemment que l'application des nouveaux instruments de déclaration des mesures de contrôle interne ne pourra pas commencer avant au moins la fin du premier semestre de 2007. La fragmentation du régime réglementaire explique peut-être le report de délai. À titre d'exemple, mentionnons que les organismes de réglementation des valeurs mobilières de toutes les administrations au Canada (sauf la Colombie-Britannique) ont sollicité des commentaires concernant les instruments proposés.

Le deuxième facteur d'incitation à la réforme est lié à la mondialisation des marchés financiers. Les sociétés canadiennes, dans un contexte de concurrence mondiale, doivent avoir accès aux capitaux à des prix concurrentiels. Il est possible qu'une réglementation moins efficace sur les marchés financiers canadiens nuise à l'activité sur les marchés de capitaux au Canada[20]. Si la fragmentation de la réglementation fait grimper le coût des émissions au Canada à des niveaux non concurrentiels, les sociétés canadiennes, de même que les émetteurs étrangers qui envisagent d'émettre au Canada, se tourneront vers des solutions de rechange, qui sont de plus en plus nombreuses.

D'autres petits émetteurs, tels que l'Australie, ont reconnu le besoin d'assurer l'efficacité de leur réglementation, compte tenu des pressions commerciales concurrentielles exercées par les marchés d'outre-mer. Le 1er janvier 1991, la Commission australienne des valeurs mobilières, qui est le seul organisme national de réglementation de l'Australie, a été

---

(19) La *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 modifie en profondeur les lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières. Entrée en vigueur en 2004, elle oblige toutes les sociétés, tant nationales qu'étrangères, qui souhaitent être cotées à une bourse américaine à présenter à la SEC une évaluation annuelle de l'efficacité de leurs contrôles de vérification financière interne. L'art. 404 oblige le président-directeur général et le directeur financier d'une société par actions à attester que les systèmes de contrôle interne assurent l'exactitude des rapports financiers et qu'un rapport de vérification le prouve.

(20) Charles Freedman et Walter Engert, « Financial Developments in Canada: Past Trends and Future Challenges », *Revue de la Banque du Canada*, été 2003.

établie pour remplacer la Commission nationale des sociétés et des valeurs mobilières et les bureaux des affaires des sociétés des États particuliers et des territoires. En 1998, elle a pris le nom de Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements et son mandat a été élargi pour englober la réglementation du marché pour les secteurs des banques, de l'assurance et des caisses de retraite. Il semble que la création d'un seul organisme de réglementation national ait aidé les marchés australiens à demeurer concurrentiels. Le *Rapport sur la compétitivité mondiale* de 2004-2005, établi par le Forum économique mondial, a classé la réglementation des bourses de valeurs de l'Australie au troisième rang du monde, devant des marchés importants comme les États-Unis, l'Allemagne et le Japon (et le Canada). Le rapport mesurait la transparence du marché, l'indépendance par rapport à l'influence gouvernementale excessive et l'efficacité des règles relatives aux opérations boursières dans 104 pays.

LE COMITÉ DE PERSONNES AVISÉES ET RECOMMANDATIONS DE RÉFORME

En décembre 2003, le Comité de personnes avisées (CPA), organe indépendant constitué par le gouvernement fédéral et présidé par Michael Phelps et Harold MacKay, a rendu public son rapport sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le CPA avait pour mandat de recommander le régime de réglementation des valeurs mobilières qui favorise le plus la compétitivité, l'innovation et la croissance sur les marchés financiers du Canada et tienne compte des besoins des marchés financiers régionaux et des nouvelles sociétés ouvertes tout en inspirant et maintenant la confiance des investisseurs. Le rapport, intitulé *C'est le temps d'agir*, recommande que le Canada confie à un seul organisme l'administration d'une réglementation unique. La nouvelle instance proposée serait créée en collaboration et contrôlée par les gouvernements fédéral et provinciaux.

Il semble que l'industrie financière appuie largement la création d'une commission nationale des valeurs mobilières. Les présidents de l'ACCOVAM et de l'Association des banquiers canadiens ont tous deux cité l'efficacité et une meilleure correspondance entre les marchés et les organismes de réglementation comme motifs militant en faveur de la création d'un organisme national.

La réaction des provinces à l'idée d'une commission nationale des valeurs mobilières a toutefois été mitigée. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a donné son aval à cette idée, mais celle du Québec s'y est opposée. Les commissions de l'Alberta et de

la Colombie-Britannique, pour leur part, exprimé d'importantes réserves, craignant qu'une politique centralisée sur les valeurs mobilières ait pour effet d'imposer des règles uniformes peu sensibles aux besoins divers et particuliers de chaque marché financier provincial.

A. Compétence en matière de réglementation des valeurs mobilières

La Constitution canadienne n'attribue pas expressément la réglementation des valeurs mobilières à un ordre de gouvernement particulier. La réglementation a été prise en charge traditionnellement par les provinces en vertu du pouvoir « de la propriété et des droits civils » que prévoit la Constitution (par. 92(13)). Le gouvernement fédéral a aussi compétence dans le domaine des marchés financiers en raison du pouvoir de légiférer dans le domaine « des échanges et du commerce » que lui confère le paragraphe 91(2) de la *Loi constitutionnelle*.

En 2003, le CPA a demandé trois opinions juridiques sur cette question, et les experts ont tous conclu que le gouvernement fédéral jouissait du pouvoir constitutionnel de promulguer des lois exhaustives pour réglementer les activités des marchés financiers au Canada. Le CPA a déterminé que la coopération avec les provinces faciliterait le processus, mais aussi que, faute d'un accord, le gouvernement fédéral pouvait imposer un organisme de réglementation national unique pour régir le droit des valeurs mobilières au Canada, en vertu de la doctrine constitutionnelle de la suprématie fédérale. Il convient de signaler, toutefois, que le droit du gouvernement fédéral de supplanter les lois provinciales sur les valeurs mobilières n'a jamais été confirmé par les tribunaux et n'est donc pas assuré.

B. Recommandation d'un administrateur national unique des valeurs mobilières

Si le rapport du CPA reconnaît que le régime canadien actuel, reposant sur 13 organismes de réglementation provinciaux et territoriaux, a ses points forts, il arrive tout de même à la conclusion que les points faibles sont loin d'être négligeables et l'emportent sur les points forts. Le CPA est d'avis que la réglementation n'est pas appliquée de façon adéquate et les investisseurs ne sont pas protégés de façon uniforme au Canada. Le Comité estime que le régime actuel alourdit l'élaboration des politiques, favorise le double emploi et l'inefficacité et augmente les coûts et la complexité de la réglementation. Il conclut que ces points faibles empêchent le Canada d'être aussi concurrentiel qu'il devrait l'être à une époque où la concurrence mondiale ne cesse de s'accroître.

Le CPA conclut également que le régime de passeport n'est pas une solution adéquate pour corriger les faiblesses inhérentes à la réglementation provinciale, et ce, pour deux

raisons. Premièrement, ce régime n'est pas propre à améliorer l'application des lois. Les commissions provinciales continueront d'avoir des priorités divergentes dans ce domaine, et les petites provinces n'auront pas les ressources voulues pour appliquer les lois convenablement. Les commissions provinciales continueront également à ne jouir que d'un pouvoir limité pour imposer des sanctions en cas d'infractions à la loi à l'extérieur de leur ressort. Deuxièmement, de l'avis du CPA, l'élaboration des politiques dans le contexte du régime de passeport continuerait de manquer de dynamisme et de sensibilité aux besoins, puisqu'il dépendrait toujours de l'aptitude des commissions provinciales à parvenir à un consensus.

Le CPA en arrive à la conclusion qu'une commission unique de réglementation des valeurs mobilières, au sein de laquelle les gouvernements provinciaux participants mettraient en commun une partie ou la totalité de leurs pouvoirs pour établir un ensemble unique de règles, améliorerait considérablement le régime actuel et serait la meilleure façon d'atteindre les objectifs d'une structure idéale de réglementation des valeurs mobilières. Le Comité fait valoir que le modèle national recommandé permettrait d'atteindre les objectifs suivants :

- renforcer considérablement l'application de la loi par une répartition plus efficace des ressources, une meilleure coordination et une protection uniforme de l'investissement dans tout le pays;
- améliorer l'innovation et l'élaboration en temps utile dans le domaine des politiques;
- alléger le fardeau réglementaire que le régime actuel impose aux petites et aux nouvelles sociétés;
- améliorer « l'image » de la réglementation des valeurs mobilières du Canada à l'échelle internationale;
- supprimer les coûts d'observation supplémentaires liés à l'existence de plusieurs organismes de réglementation;
- assurer la prise en compte des besoins locaux et régionaux par une participation des provinces et des intervenants sur les marchés financiers à la structure de gouvernance et aux travaux des bureaux régionaux;
- établir des mécanismes de responsabilisation et d'encadrement bien définis;
- simplifier le régime actuel en réduisant de 13 à un le nombre d'organismes de réglementation.

Le rapport propose que la réforme commence par l'adoption d'une loi canadienne sur les valeurs mobilières, qui établirait un modèle global de la réglementation des marchés

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

financiers au Canada. La nouvelle loi serait appliquée par une commission canadienne unique des valeurs mobilières formée de neuf commissaires à plein temps représentant les régions du pays : deux de l'Ontario et deux du Québec, un de la Colombie-Britannique et un de l'Alberta, deux autres représentant le reste des provinces et des territoires et un neuvième choisi sans égard aux facteurs régionaux. Le ministre fédéral des Finances serait chargé de nommer les commissaires, d'après une liste de personnes proposées par un comité de mise en candidature composé de membres de chaque province.

Le rapport propose également que soit créé un comité ministériel des politiques sur les valeurs mobilières, constitué du ministre fédéral des Finances et des ministres provinciaux chargés de la réglementation des valeurs mobilières. Le comité ministériel serait une instance de consultation pour recueillir des idées et des points de vue sur les politiques et l'administration.

La nouvelle structure pourrait réagir aux besoins des marchés financiers et des régions du Canada, puisque la Commission aurait son siège dans la région de la capitale nationale et des bureaux régionaux « solides et habilités sur le plan fonctionnel » à Vancouver, Calgary, Winnipeg, Toronto, Montréal et Halifax. Un comité consultatif sur les marchés financiers permettrait aux émetteurs et aux investisseurs (les « utilisateurs » du régime) de faire connaître leurs idées et points de vue, assurant ainsi la représentation régionale.

CONCLUSION

Depuis la publication du rapport du CPA, les provinces, à l'exception de l'Ontario, et les territoires ont approuvé un régime de passeport qui garderait intacte l'infrastructure existante de 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières. L'Ontario a refusé d'entériner cette entente et continue de préconiser une commission unique des valeurs mobilières, semblable à celle proposée par le CPA. Le gouvernement fédéral, dans le budget de mars 2004, s'est aussi déclaré en faveur d'un organisme national unique de réglementation des valeurs mobilières.

Sans l'appui de l'Ontario, il est peu probable que le régime de passeport aboutisse à une amélioration appréciable du contexte réglementaire. Une réforme en profondeur du régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada pourrait nécessiter une intervention plus énergique à l'échelon fédéral.